

马嵌琦

021-50588666-8038

maq@ccnew.com

2009年9月15日

2G、3G 共存，行业步入长期增长阶段

——通信行业 2009 年四季度投资策略

行业策略

同步大市（维持）

盈利预测和投资评级

公司简称	09EPS	2010EPS	09PE	评级
中国联通	0.20	0.26	33.45	增持
中兴通讯	1.37	1.69	26.63	增持
亨通光电	0.98	1.16	23.52	增持
烽火通信	0.60	0.79	37.50	增持
中天科技	0.90	1.08	23.54	增持
武汉凡谷	0.76	0.90	20.82	增持
鹏博士	0.35	0.48	25.11	增持
中创信测	0.52	0.75	27.42	增持
三维通信	0.35	0.43	28.14	增持
拓维信息	0.62	0.78	28.76	增持

收盘价日期为 2009 年 9 月 11 日

通信行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

中原证券研究所 20090610-策略-AAA-通信行业 2009 年下半年投资策略.....09 年 5 月 25 日
通信行业 2009 年投资策略: 紫气东来苦寒尽, 宝剑锋从磨砺出.....08 年 11 月 6 日
通信行业 08 年四季度投资策略: 尘埃落定, 设备商迎来第二春.....08 年 10 月 15 日

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50585908

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

行业步入长期增长阶段，下半年投资大幅增长，运营商格局已转变，设备商国内、海外有望共同增长。行业防御性已体现，进攻性仍未显现。

投资要点:

- **行业复苏迹象初现。**上半年完成电信业务总量 12240 亿元，同比增长 11.8%；实现电信业务收入 4170 亿元，同比增长 2.3%。6 月份电信业务总量和收入分别同比增长 14.2%和 3.3%，回升趋势有所加快。移动和宽带仍是增长最快的业务。
- **运营商悄然发生改变。**中国移动绝对数仍保持领先，但中国电信已在 3G 和新增用户方面赶超中国移动。中国联通虽然仍处于低谷，但未来 3G 增长将使公司步入较长的上升期。
- **设备供应商国内强劲增长，海外期待复苏。**上半年新增固定资产投资 1291 亿元，同比增长 13.6%；通信设备行业实现利润 139 亿元，同比增长 35.1%。设备行业收入增长率在所有行业中排名第二，利润增长率排名第三。海外市场受金融危机影响较大，国内设备企业在困境中逆流而上，过去一年里华为和中兴的全球市场份额都增长了一倍，分别达到 17%、8%。
- **行业步入长期增长阶段，3G 发展终将超预期。**3G 投资不是一朝一夕，2G 建设用了 15 年，未来 3G 建设高峰将维持 2-3 年，之后网络优化和维护、网管、3G 增值服务等需要投入，且 2G 和 3G 长期共存，行业投资将维持在高位。中国 3G 用户的发展速度将远快于日本，因此未来 3G 发展终将超预期。
- **维持“同步大市”的投资评级。**给予运营商“同步大市”评级：四季度的用户补贴、营销费用、广告宣传力度仍会进一步加大，这都将削弱运营商的业绩。给予设备供应商“强于大市”评级：四季度行业投资将增长一倍，设备行业仍处于景气顶端通信设备行业的利润也将在四季度充分显现出来。
- **风险提示：**行业竞争加剧将是未来的趋势；3G 削弱运营商盈利能力；海外市场复苏仍存在较大不确定性。

目 录

1. 上半年通信行业—复苏迹象初现	4
1.1 通信行业复苏迹象初现	4
1.2 重组悄然改变运营商格局	5
1.3 通信设备行业明显受益 3G投资	7
1.3.1 国内市场—投资带动行业高速增长	7
1.3.2 国际市场—海外增长有忧、国内企业增长无虑	8
2. 重点上市公司财务分析	10
2.1 重点公司业绩增长情况比较	10
2.2 重点公司盈利能力比较	11
2.3 重点公司偿债能力比较	12
2.4 重点公司营运能力比较	12
3. 四季度通信行业投资策略	13
3.1 运营商—同步大市	14
3.2 通信设备行业—强于大市	15
4. 相对估值比较	16
4.1 相对估值纵向比较	16
4.2 相对估值横向比较	18
5. 行业风险提示	20
5.1 运营商	20
5.2 设备供应商	20
6. 重点上市公司	20

图表目录

图 1: 通信行业收入、价格水平等情况比较	4
图 2: 通信收入构成情况比较	4
图 3: 固话、移动、宽带用户增长情况比较	5
图 4: 三大运营商收入增长情况	7
图 5: 三大运营商净利润增长情况	7
图 6: 三大运营商月度用户增长情况	7
图 7: 09 年 1-7 月电子信息产业及部分子行业投资情况	8
图 8: 09 年 1-5 月电子信息产业及部分行业投资增速情况 ...	8
图 9: 全球移动设备制造市场份额变化情况	9
图 10: 国内企业移动设备市场份额情况	9
图 11: 中兴、华为收入和净利润增长情况	10
图 12: 通信设备行业收入、净利润、毛利率增长情况	10
图 13: 历年通信固定资产投资情况	15
图 14: 历年上半年固定资产投资占全年比例	15
图 15: 上半年通信设备行业收入增长情况	16
图 16: 上半年通信设备行业利润增长情况	16
图 17: 今年至今通信设备及各行业涨跌幅情况	17
图 18: 通信设备相对全部 A 股走势情况比较	17
图 19: 中国联通 A 股和上证指数走势情况	17
图 20: 09 年运营商港股及恒生指数走势情况	17
图 21: 93 年以来通信设备行业市盈率走势情况	18
图 22: 07 年至今通信设备行业市盈率情况	18
图 23: 07 年至今通信设备行业市净率情况	18
表 1: 上半年三大运营商经营情况	6
表 2: 09 年上半年重点公司业绩增长比较	11
表 3: 09 年一季度重点公司盈利指标比较	11
表 4: 09 年上半年重点公司偿债能力比较	12
表 5: 09 年上半年重点公司运营能力比较	13
表 6: 全球通信设备和运营商估值分析表	19
表 7: 重点公司估值分析表	20

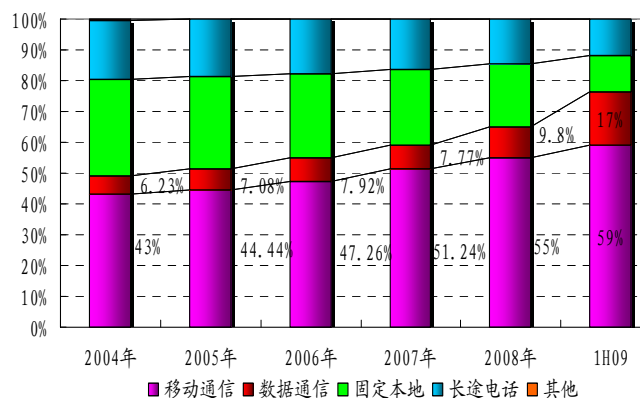
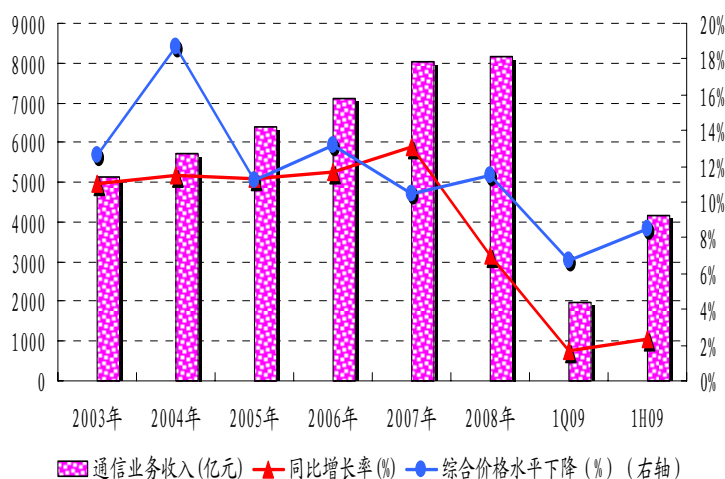
1. 上半年通信行业—复苏迹象初现

1.1 通信行业复苏迹象初现

通信行业已现复苏迹象，但仍低于GDP增速。根据工信部统计数据，上半年通信行业累计完成电信业务总量12240.3亿元，同比增长11.8%；实现电信业务收入4170.7亿元，同比增长2.3%；新增固定资产投资1291.4亿元，同比增长13.6%。其中，二季度电信业务总量和收入同比增长12.7%和2.7%，增速高于一季度的10.8%和1.9%，但仍低于去年四季度的15.15%和3.29%。另外，6月份电信业务总量和收入分别同比增长14.2%和3.3%，回升趋势有所加快。分类业务中，移动业务和固话业务差距进一步拉大。在用户增长方面移动用户上半年增长5395万户，达到69519万户，增长15.7%，而固话用户减少1043万户（其中小灵通减少967.8万户），达到32992万户，增长-7.4%。从通话量来看，移动通话时长、移动长途通话时长分别增长17.9%和28.2%，固话业务中的本地区间通话量、本地区内通话量和IP电话通话时长分别下降了11.2%、11.6%和16.8%。上半年我国电信资费水平进一步降低，电信资费综合价格同比下降8.5%。但行业收入2.3%的增速仍低于GDP的7.1%的增速，这其中有金融危机、综合资费下降等因素，同时也是行业自身经历近30年的高速增长后，普及率提高而面临传统业务转型等行业内在发展因素的影响。未来行业整体高速增长的时期已成为过去时，行业增长将更多的来自于业务转型（3G、FTTx、三网融合等）。

图1：通信行业收入、价格水平等情况比较 单位：亿元/%

图2：通信收入构成情况比较 单位：%



资料来源：工信部、中原证券研究所

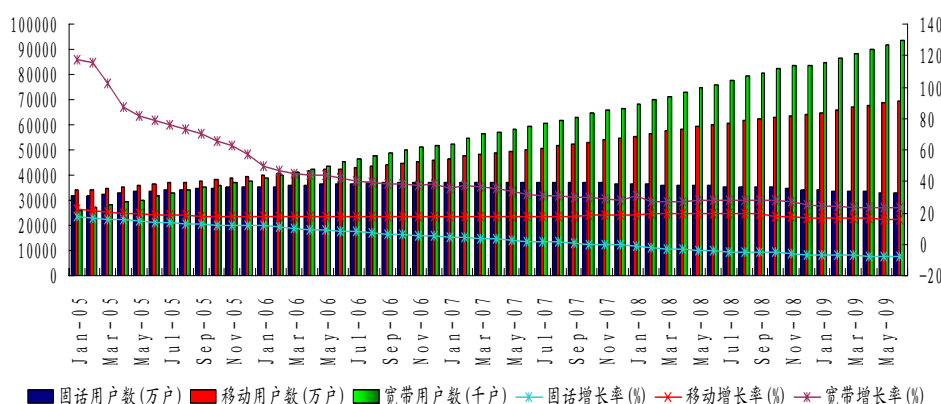
资料来源：工信部、中原证券研究所

1.2 重组悄然改变运营商格局

受金融危机、行业转型、竞争加剧及3G建设影响，运营商收入及净利润均出现明显下滑。从表1情况看，上半年三大运营商收入除中国电信呈现14.8%的正增长，但增收不增利。中国移动和中国联通均出现较大幅度的下滑，中国移动收入增长首次回落到个位数。运营商净利润则出现更为明显的下滑趋势，中国电信和中国联通净利润分别同比下滑了27.5%和57.2%，而中国移动虽然保持了1.4%的正增长，但二季度则出现了近10年来首次单季同比负增长。上半年业绩下滑有多方面原因：首先，受金融危机影响，金融危机对通信行业直接影响有限，但仍在企业消费、低端人群、沿海受危机影响较大的区域产生了一定的间接影响。全球情况也如此，Ovum曾将2009年的移动运营商收入预期下调了9个百分点；其二，我国通信行业正面临转型阶段，在移动用户渗透率达到中等发达国家水平时，移动用户增长已有放缓趋势，在收入端已无法完全弥补固话业务下滑的影响；其三，运营商竞争加剧也导致运营商资费下降而没有取得预期的效果，出现降价不增收的状况；此外，由于上半年各大运营商都在集中精力建设3G，使原来业务营销力度不足，以及3G仍未被用户接受的情况下，收入下滑也成为必然。

图3：固话、移动、宽带用户增长情况比较

单位：万户/%



资料来源：中原证券研究所

3G建设对运营商盈利能力的影​​响较大。由于网络建设成本、营销力度、折旧、用户补贴等大幅增加，运营商盈利能力受到较大程度影响。从上半年各项费用情况来看，中国电信上半年销售、一般及管理成本为175.9亿元，同比增加了近66亿元，同比增长近60%；其他经营费用达到87.2亿元，同比更是增加了88%，手机补贴占收入比重由原来计划的30%，提高至37%。中国移动上半年折旧成本为389亿元，高于去年同期的333亿元，而在TD终端补贴方面，09年补贴力度将达到120亿元，高于年初计划的80亿元。而在广告方面，调查显示，今年5、6两个月，三大电信运营商的广告投入创下天文数字，仅网络广告一项，三家运营商的投入就高达3.13亿元。3G建设→推广→运营都对运营商盈利产生较大的负面影响。

表 1: 上半年三大运营商经营情况

单位: 亿元/%/百万户

	中国移动	中国电信	中国联通
营业收入(亿元)	2129.13	1031.46	784.90
增长率(%)	8.90	14.80	-6.20
总收入占比(%)	53.96	26.14	19.89
净利润(亿元)	553.29	84.12	21.85
增长率(%)	1.40	-27.50	-57.20
总利润占比(%)	83.92	12.76	3.31
用户数(百万户)	移动 493.12 (净增 35.87)	移动 39.28(净增 11.37) 固话 199.36(净减 8.99) 宽带 49.05(净增 4.78)	移动 140.37(净增 7.01) 固话 108.45(净减 1.11) 宽带 34.91(净增 4.83)
MOU 值(分钟)	移动 496↘490	移动 243↗330	移动 250↘249 固话 146↘144
ARPU 值(元)	移动 84↘75	移动 52.7↗63.6	移动 43.5↘41.7 固话 36↘32
移动用户占比(%)	73.29	5.84	20.86
上半年资本支出(亿元)	628.32(3G 占 439)	170.33	372.50(3G 占 199)

资料来源: 公司公告、中原证券研究所

注: MOU、ARPU 值为 08、09 年上半年同期值比较, 中国电信 08 年数据参考联通 CDMA 数据

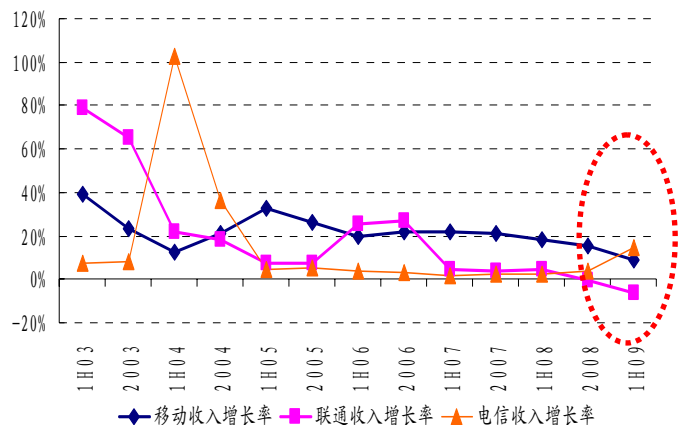
运营商格局悄然发生改变, 上半年中国移动继续领跑, 中国电信逐步缩小差距。上半年中国移动收入和净利润仍然占据半壁江山, 从绝对数额来看继续领跑各大运营商, 由于没有固话业务, 因此受固话业务下滑和金融危机的影响较小。但从图 4 的增长情况看, 中国电信逐步缩小了和中国移动的差距, 中国电信收入占比从去年同期的 24.8%提高到 26.1%。09 年虽然是中国电信开展移动业务的第一年, 但取得了较为显著的成果, 上半年中国电信移动用户出现强劲增长, CDMA 用户净增 1137 万户, 是去年同期 CDMA 用户增长的 9.15 倍, 3G 用户也达到了 130 万, 超过提前半年试商用的中国移动。全部移动新增用户占比也从年初的 12%提高到 7 月份的 32%。且 MOU、ARPU 值相对中国联通 08 年上半年 CDMA 时期数据, 也出现了一定幅度的提升。但由于固话业务大幅下滑及 3G 初期成本较高, 净利润仍出现了-27.5%的下滑。而中国联通上半年则处于业绩增长的最低点, 一方面公司仍受困于重组整合, 另一方面, 公司 3G 建设速度也落后于其他两大运营商。但未来一旦 3G 用户达到一定规模以及高数据流量的应用推广, 联通的 WCDMA 及终端优势将得以充分体现。进入四季度乃至明年后, 公司将正式步入较长时间的上升期, 未来公司新增市场份额也将有明显的提升。

图4：三大运营商收入增长情况

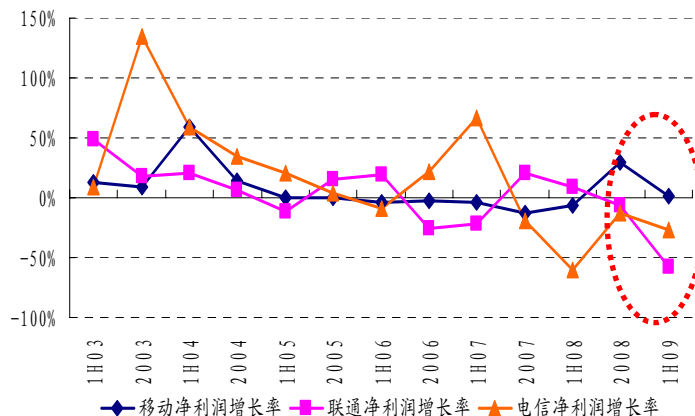
单位：%

图5：三大运营商净利润增长情况

单位：%



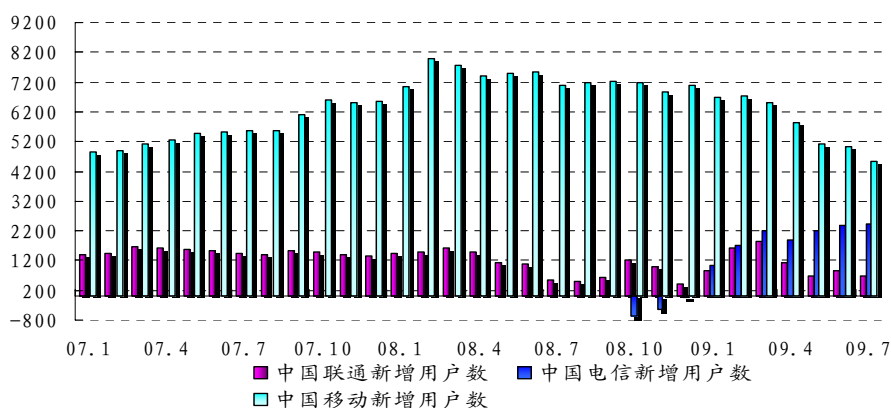
资料来源：公司公告、中原证券研究所



资料来源：公司公告、中原证券研究所

图6：三大运营商月度用户增长情况

单位：千户



资料来源：中原证券研究所

1.3 通信设备行业明显受益 3G 投资

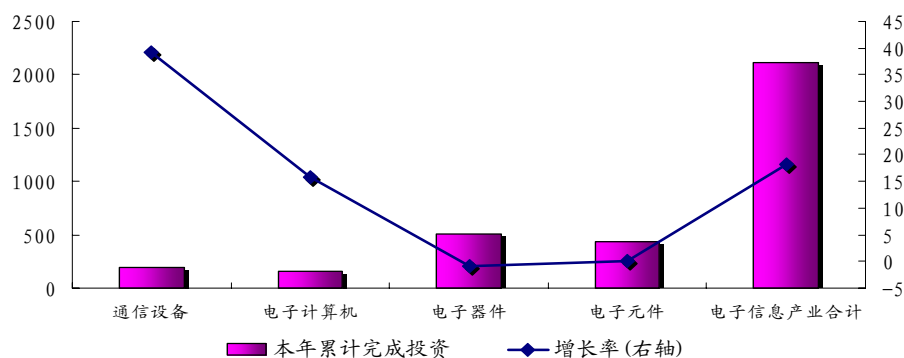
1.3.1 国内市场—投资带动行业高速增长

上半年国内通信行业投资大幅增长。上半年通信行业新增固定资产投资1291.4亿元，同比增长13.6%。上半年三大运营商累计投资达1171亿元，其中3G投资638亿元。中国移动完成4.4万个3G基站建设，38个城市开通3G。中国电信和中国联通完成14.6万个3G基站建设，中国电信和中国联通分别在342个和100个城市开通3G网络。

通信设备行业在投资带动下保持较高增速。1-5月，通信设备行业实现利润139亿元，同比增长35.1%，是电子信息11个主要行业中唯一实现利润正增长的行业；累计生产移动基站2019万部（信道），同比增长306%。5月通信设备制造业内销增长19.8%，其中交换设备行业增长78.6%。在通信行

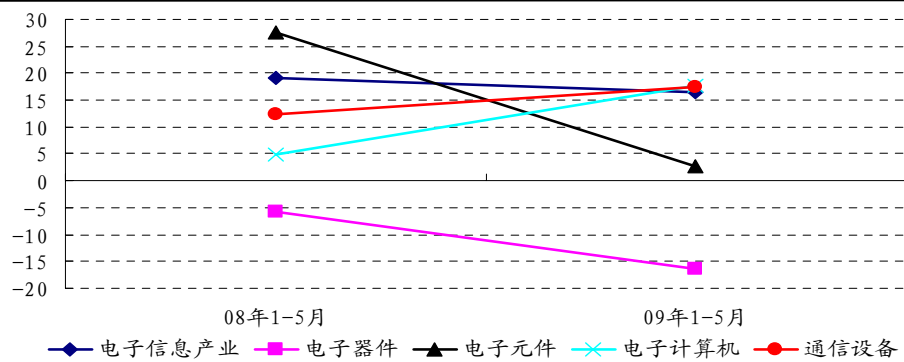
业投资快速增长的情况下，上半年电子信息产业500万元以上项目累计完成投资1675.7亿元，同比增长17.3%，其中通信设备制造业累计完成投资160.4亿元，同比增长39.2%，增幅比1-5月提高21.8%。上半年，电子信息产业新开工项目2487个，比去年同期增加882个，增长55%，其中6月当月增加1024个，接近于前4个月累计新开工项目总数。上半年，新开工项目的计划投资总额为1686.8亿元，同比增长64.8%。新开工项目增加较多的领域主要是移动通信设备、光纤光缆等行业，分别增长37%和84.2%。

图 7： 09 年 1-7 月电子信息产业及部分子行业投资情况 单位：亿元/%



资料来源：工信部、中原证券研究所

图 8： 08、09 年 1-5 月电子信息产业及部分行业投资增速情况 单位：%



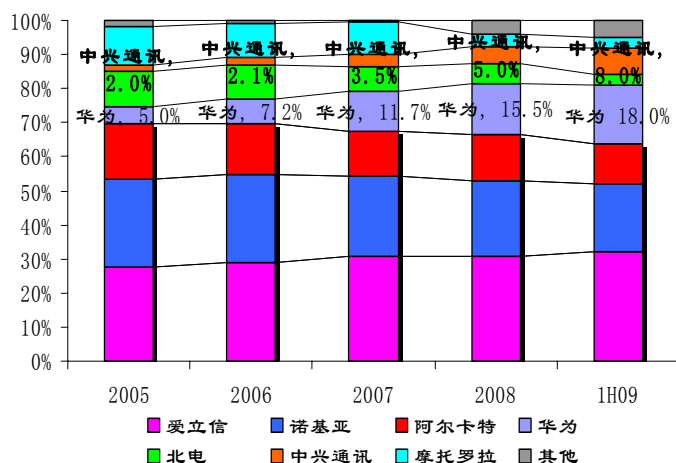
资料来源：工信部、中原证券研究所

1.3.2 国际市场—海外增长有忧、国内企业增长无虑

金融危机对国际通信设备市场造成较大影响。金融危机仍对海外运营商投资造成较大的影响。据统计，2009年全球通信设备市场明显下滑。2009年第一季度全球通信设备市场规模同比下降9%，光通信市场同比下降11%，手机销量同比下降8.6%。根据Infonetics预测，2009年全球运营商capex将下降2.8%，2010年将趋于稳定，2011年才能缓慢复苏，进入新一轮的投资增长周期。从上半年国内设备企业情况来看，海外业务占比较大的公司，都受到一定程度的影响，如中兴通讯上半年海外市场仅增长0.7%，海外业

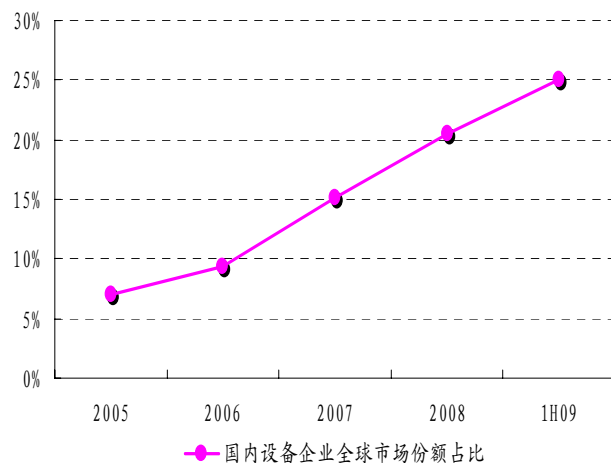
务收入占比也由08年底的64%，下降到46%，其中非洲地区下降了34%；武汉凡谷海外业务收入也同比减少56.46%。

况 单位：%



数据来源：dell'Oro、中原证券研究所

单位：%

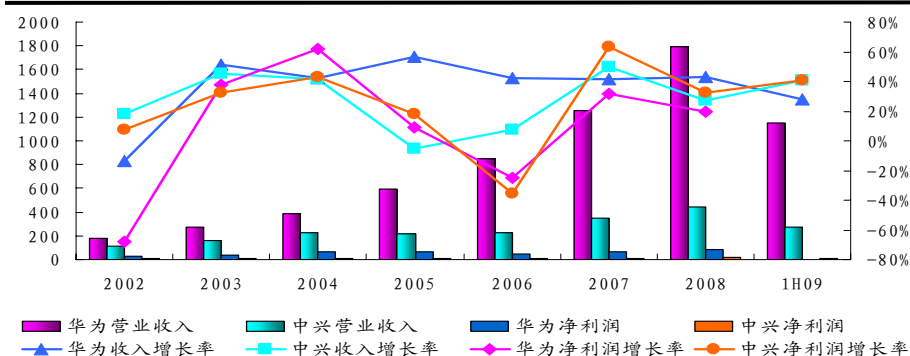


数据来源：dell'Oro、中原证券研究所

国内设备企业在困境中逆流而上、开疆扩土。国内企业在新兴市场国家发力，全球市场份额进一步提升。根据Dell'Oro调查结果显示，09年4月-6月爱立信的市场份额依然为32%，而诺西的市场份额从去年同期的26%下降到20%，两者之间相差12个百分点，华为的市场份额从2008年四季度的11%提高到了17%，而中兴通讯市场份额更是增长1倍至8%，阿尔卡特份额从14%下降到12%。过去1年里华为和中兴的市场份额都增长了一倍左右，而在CDMA市场中中兴和华为的合并份额也在1年里增长了2倍至28%。截止到2009年第二季度的全球CDMA市场出货量排名中，阿朗和中兴通讯依次位居第一和第二位，分别是30.1%和25.0%，华为位居第三。中兴通讯上半年CDMA基站出货量超过7.5万台，创历史最高纪录，截止到2009年6月，中兴通讯CDMA基站出货量历史累计高达20万台。亚洲电信市场的崛起成为全球通信市场增长的主要动力，而这也为重点关注新兴市场国家的中国设备企业带来了极好的发展机遇。其中，印度和中国市场成为全球增长最快的地区，特别是CDMA市场，印度和中国的CDMA用户数占到全球的30%，而在这两大市场中，中兴通讯截止到今年6月底的市场份额分别为35%和41.5%，占据了主导地位。同时，中国设备企业在欧洲、北美等发达国家也获得了较大的突破。

图 11: 中兴、华为收入和净利润增长情况

单位: 亿元/%



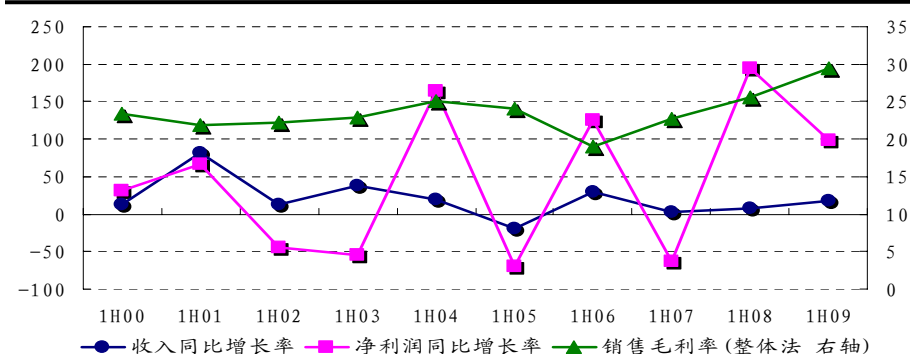
资料来源: 公司公告、中原证券研究所

2. 重点上市公司财务分析

2.1 重点公司业绩增长情况比较

上半年通信行业上市公司经营情况基本处于历史最好时期。从上半年中万通信设备行业上市公司的收入、净利润和毛利率情况来看, 行业上半年增长基本处于历史最好时期。收入保持平稳增长, 净利润虽然有所下滑, 但仍保持较高的增长。从横向比较来看, 通信设备行业收入增长率在WIND所属24个行业中排名第二, 仅次于建筑材料行业; 利润增长率在所有行业中排名第三, 仅次于公用事业和化工行业; 行业毛利率也保持持续上升态势。行业内重点上市公司的收入和利润增长情况也基本符合上述情况, 收入和净利润都同比增长接近21%, 且行业每股经营性现金流由08年上半年的-0.35元提高到了-0.02元, 显示行业的经营情况明显趋好, 行业抵抗风险和扩产的能力有所提高。从子行业情况来看, 光纤和核心网企业收入和核心网企业收入和净利润增长最快。

图 12: 历年上半年通信设备行业收入、净利润、毛利率增长情况 单位: %



资料来源: 工信部、中原证券研究所

表 2：09 年上半年重点公司业绩增长比较

单位：%

证券简称	营业收入同比增长率		营业利润同比增长率		净利润同比增长率		每股经营性现金流增长率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国联通	4.86	-6.17	49.99	-39.84	97.55	-57.22	0.73	1.50
中兴通讯	29.52	40.44	62.82	36.88	21.21	40.54	-3.28	-0.67
亨通光电	6.04	32.26	-13.53	99.05	-1.95	103.44	-0.95	-0.20
烽火通信	33.72	47.75	149.94	41.31	132.28	35.03	-0.71	-1.22
中天科技	76.98	30.29	81.02	96.70	100.04	88.91	-0.53	-0.36
武汉凡谷	29.93	19.76	32.73	14.01	22.60	20.65	0.13	0.92
鹏博士	114.17	-7.65	224.70	17.67	244.03	19.17	0.05	0.06
中创信测	4.35	10.99	-32.90	-192.83	42.72	-26.62	-0.07	-0.10
东信和平	31.99	-17.93	26.92	11.22	62.79	-14.19	-0.03	0.36
三维通信	65.15	66.70	67.21	45.05	37.80	31.45	-0.26	-0.36
国脉科技	137.48	24.09	135.15	-6.50	81.87	12.79	-0.04	-0.44
拓维信息	25.17	11.32	31.84	7.72	56.56	1.69	0.81	0.25
平 均	46.61	20.99	67.99	10.87	74.79	21.30	-0.35	-0.02

资料来源：公司中报、中原证券研究所

2.2 重点公司盈利能力比较

在金融危机和竞争加剧情况下，行业毛利率保持稳定。在国际金融危机出口下滑和国内竞争加剧的情况下，通信行业毛利率仍保持稳定。虽然净资产收益率下降了0.79%，但全年ROE水平仍能保持在10%以上，仍接近历史平均水平。由于上游集采比例上升，行业整体营业费用率略有下降，管理费用除个别公司（中创信测、拓维信息）有一定程度提高，大部分公司管理费用率基本持平。

表 3：09 年一季度重点公司盈利指标比较

单位：%

证券简称	净资产收益率 ROE（摊薄）		销售毛利率		营业费用率		管理费用率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国联通	4.71	3.11	39.68	35.86	14.48	12.27	6.22	8.22
中兴通讯	4.27	5.31	33.59	32.06	13.26	11.47	5.73	4.94
亨通光电	3.06	5.70	20.48	26.43	4.91	5.65	5.25	6.43
烽火通信	4.39	5.58	25.87	27.79	10.20	8.95	10.63	10.82
中天科技	10.08	10.70	16.86	23.19	4.35	6.96	2.10	2.33
武汉凡谷	6.22	7.12	28.95	26.89	0.65	0.98	2.41	2.55
鹏博士	6.91	7.27	24.22	34.94	2.49	3.56	7.52	10.71
中创信测	3.76	2.30	56.90	53.12	19.27	16.30	33.50	41.00
东信和平	5.52	4.36	25.79	25.33	7.98	7.16	9.82	10.20
三维通信	6.93	8.01	36.28	34.16	9.55	9.43	11.23	10.36
国脉科技	12.38	11.90	52.08	46.39	6.24	5.10	13.68	16.75
拓维信息	20.00	7.39	61.57	62.90	7.97	9.76	13.89	19.06
平 均	7.35	6.56	35.19	35.76	8.45	8.13	10.17	11.95

资料来源：公司年报、中原证券研究所

2.3 重点公司偿债能力比较

收入和盈利能力增长，提高行业偿债能力。偿债能力方面，行业流动比率和速动比率都有较大幅度的提高，由于收入和盈利能力的增长，上半年各公司短期偿债能力都有所增强。同时资产负债率仍维持在39.6%的较低水平，行业内各企业偿债能力指标都有较大程度的改善。

表 4：09 年上半年重点公司偿债能力比较

单位：%

证券简称	流动比率		速动比率		资产负债率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国联通	0.33	0.21	0.31	0.21	33.32	41.85
中兴通讯	1.55	1.39	1.34	1.09	69.54	74.68
亨通光电	1.72	1.53	1.16	1.06	42.41	46.56
烽火通信	1.70	1.58	0.93	0.75	49.31	51.84
中天科技	1.30	1.55	0.72	0.98	60.58	50.69
武汉凡谷	6.24	4.09	5.56	3.85	12.72	19.01
鹏博士	1.83	2.65	1.74	2.52	27.57	27.51
中创信测	2.36	2.36	1.37	1.45	38.08	38.71
东信和平	2.06	2.56	1.15	1.59	33.99	27.13
三维通信	1.93	1.40	1.00	0.60	41.49	57.66
国脉科技	1.65	1.96	1.36	1.39	41.03	32.64
拓维信息	3.03	14.39	2.93	14.14	25.25	6.83
平均	2.14	2.97	1.63	2.47	39.61	39.59

资料来源：公司中报、中原证券研究所

2.4 重点公司营运能力比较

企业经营情况有较大程度改善。营运能力方面，总资产周转率基本持平，而存货周转率则有一定程度提高，表明企业变现能力提高，存货流动性提高。而在存货周转率提高的情况下，应收账款周转率下降，也表现出运营商全面采用集中采购的特征，即产品周转率提高，回款能力却有所下降，但下游企业坏账可能性较小。

表 5：09 年上半年重点公司运营能力比较

单位：%

证券简称	存货周转率		应收账款周转率		总资产周转率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国联通	12.97	43.82	12.65	7.74	0.25	0.22
中兴通讯	2.53	1.85	2.41	2.38	0.47	0.49
亨通光电	1.09	1.15	1.38	1.62	0.28	0.33
烽火通信	0.54	0.61	1.24	1.48	0.26	0.33
中天科技	1.47	1.49	2.46	2.16	0.61	0.60
武汉凡谷	2.57	4.46	2.04	1.93	0.28	0.31
鹏博士	8.50	9.76	5.13	2.84	0.42	0.34
中创信测	0.28	0.29	1.06	0.87	0.19	0.17
东信和平	1.67	1.49	3.07	2.88	0.69	0.55
三维通信	0.55	0.55	1.53	1.78	0.27	0.34
国脉科技	2.10	1.28	2.60	2.85	0.38	0.41
拓维信息	6.57	7.62	2.26	3.10	0.46	0.22
平均	3.40	6.20	3.15	2.64	0.38	0.36

资料来源：公司中报、中原证券研究所

3. 四季度通信行业投资策略

行业将步入长期增长阶段，3G发展终将超预期。在分析四季度投资策略前，我们首先要纠正市场的一些观念，通信板块上半年整体走势弱于大盘，主要是市场担心2010年投资放缓及3G增长等问题。而市场忽略的事实是，3G和2G一样，投资不是一朝一夕的事情，2G从建设到现在已有15年时间，未来仍将有3-5年的长尾效应，而3G网络的建设周期至少将维持2-3年，之后将是更长时期的网络优化和维护、网管、3G增值服务等需要投入，且3G的增值业务多样性和盈利能力将远超出2G网络，同时在较长时间内2G和3G网络共存，整体的投资机会仍将远超出09年之前的行业发展情况，运营商进入四季度后不仅在3G方面加大投资力度，未来宽带投资又是一大增长点，进入2010年投资增长率将下降，但仍将维持在3000亿元以上，整体投资仍将维持在高位。而3G用户发展仍未达到预期，主要是目前用户对3G的了解程度仍不足，且3G增值业务仍未对用户产生有效吸引，经过一段时间市场导入期，3G用户爆发是必然的结果，第一个开通3G网络的日本NTT公司用了7年时间把3G用户占比提高到9成，中国的政治经济体制决定了，中国3G用户的发展速度将远快于日本。

从业绩增长角度看，上半年通信行业投资增长同比增长13.6%，而通信设备行业净利润则增长了35.1%，重点上市公司的收入和净利润增长也都达到了21%，按照通信行业投资3000亿元来计算，将带动电信设备、终端、增

值业务等相关产业链投资近1万亿元。因此，我们认为通信行业在2011年之前都属于长期看好的行业，投资者可积极参与行业的中长期投资。

3.1 运营商—同步大市

运营商业绩短期仍难起色。上半年通信行业固定资产投资增长13.6%（去年同期为10%），运营商整体投资达到1171亿元，同比增长18.2%，主要是中国联通投资大幅增长151%，而中国移动和中国电信的上半年投资甚至较去年同期分别下降4%和9%，这其中有3G由集团公司层面投资的原因，另一方面也表明下半年投资将有较大幅度增长。整体来看，09年是运营商负担最重的一年，也是行业将迈向更趋激烈竞争的一年，未来运营商在漫游费、长途话费、宽带费用等方面都有可能展开价格战。且在用户补贴、营销费用、折旧、摊销等方面的高额支出，也将影响运营商的盈利能力。仅从用户补贴来看，中国移动上半年用户补贴达到51.6亿元，补贴占净利润的比例达到了9.3%，全年预期将超过122亿元。中国电信在中期业绩发布会时也表示将用户补贴从原计划占收入的30%提高到37%。而在3G用户发展低于市场预期的情况下，四季度的营销费用、广告宣传力度仍会进一步加大，这都将削弱运营商的业绩。

给予运营商“同步大市”的评级。目前中国移动仍能保持行业的龙头地位，由于品牌知名度高，目前新增用户数仍保持绝对优势。但从3G推广层面来看，TD的技术及产业链问题已经阻碍了公司未来3G的发展，TD网络质量、2G和3G网络切换、终端不足等问题已经影响用户的3G感受，最为明显的是上网本，在最高补贴2500元的情况下，其销量仍然难以达到预期。未来趋势也将发展转变，从上半年情况来看，这一转变已经日趋明显。中国电信上半年新增用户占比从12%提高到7月份的21%，而中国移动则下滑到66%，中国电信第二季度新增用户达640万，为去年同期的18倍。就3G建设情况看，中国移动已完成4.4万个3G基站建设，目前覆盖38个城市，年底将覆盖238个城市；中国电信、中国联通已完成14.6万个基站建设，分别已在342个和100个城市开通3G网络，在3G用户方面中国电信则保持了领先，上半年3G用户达到130万，中国移动截至上半年3G用户为95.9万，中国联通在5月17日试商用后也达到了35万户，而中国移动3G网络则早联通一年时间试商用。由于中国联通将在9月底正式展开3G运营，届时在资费方面，作为后入者且具有技术和产业链优势的中国联通，最有可能采取激进策略，从目前的3G套餐情况来看，对于高端用户的资费标准甚至低于2G用户，且取消了漫游等费用，将使运营商竞争更趋激烈，因此我们并不看好四季度运营商的经营形势，给予运营商“同步大市”的评级。

股价催化剂：四季度运营商仍不乏亮点，部分热点将有可能成为运营商板块的股价催化剂。1、中国联通正式3G商用以及IPhone推出，将有可能使3G新增用户提速，届时对股价将有一定促进作用；2、四季度3G新增用户出现爆发式增长，上半年运营商3G拓展仍处于摸索阶段，且由于TD和CDMA终端无法跟上运营商需求，导致3G用户增长低于预期，但进入四季度后情

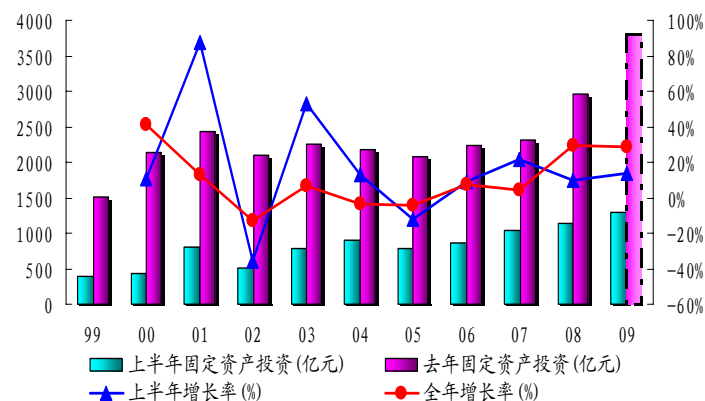
况将有所改观，加上部分观望WCDMA的用户入网，将提高3G用户的增速；3、中国联通如何通过资费策略及营销手段，吸引已在市场中的水货WCDMA终端用户，也将是四季度值得关注的事件；4、如果08年是3G元年，那么09年将是FTTx元年，运营商将在四季度加大宽带的投资力度，运营商争夺战场将逐步转向宽带市场，运营商宽带市场格局变化，也将成为股价催化剂。

3.2 通信设备行业一强于大市

下半年行业投资将增长一倍，设备行业仍处于景气顶端。业绩在09年通信行业投资策略中，我们预测09年通信行业全年固定资产投资将达到4000亿元，而上半年仅新增1291亿元，同比增长13%，低于2008年29%的投资增速。但这并不表明固定资产投资增速在下滑，由于历年上半年投资仅占全年的33%，下半年基本是上半年投资的一倍左右。08年情况看上半年仅投资1136亿元，仅同比增长9.9%，而全年却达到2953亿元，同比增长29%，按照这一比例来计算，09年全年的投资额将达到2912亿元。因此，下半年才是行业的投资高峰期，虽然由于集采和设备商竞争加剧，产品单价出现较大幅度下滑，但运营商在成本下降的情况下，也加大了投资力度，因此总体来看09年整体投资额度可能较预期有所下降，但仍能保持在3800亿元左右。在上半年行业投资仅增长13%的情况下，设备供应商已取得了整体行业收入和净利润排名前三的绩效，在四季度投资充分释放后，通信设备行业的利润也将三、四季度充分显现出来。

图13: 历年通信固定资产投资情况

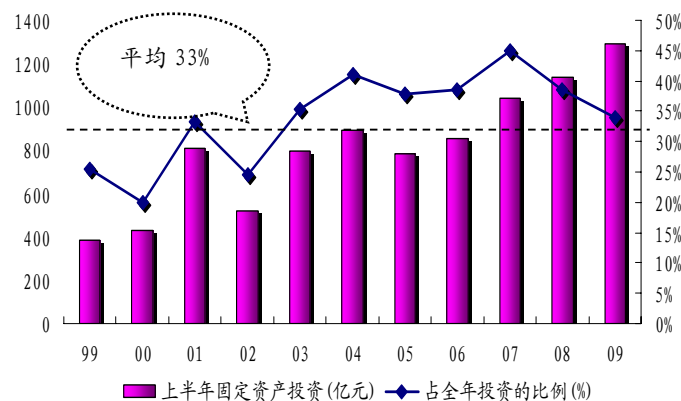
单位: 亿元/%



资料来源: 公司公告、中原证券研究所

图14: 历年上半年固定资产投资占全年比例

单位: %



资料来源: 公司公告、中原证券研究所

给予通信设备行业“强于大市”的评级。目前从受益环节来看，初期核心网、光纤、基站射频器件等子行业已接近行业增长的顶峰，未来网络优化、软件系统集成、网管、增值业务、FTTx等子行业将逐步受益与3G的发展，未来将是重点关注的子行业。09年下半年到2010年上半年仍然是通信设备行业的结算高峰期，因此行业增长仍有较充分的保障。从上半年情

况来看，虽然行业竞争加剧，但由于蛋糕的增大，行业增收增利的效应仍然较为明显。通信设备行业最有可能分享行业增长的盛宴。因此我们给予通信设备行业“强于大市”的评级。

股价催化剂：从投资逻辑看，下半年通信设备行业具有几条看似相反的投资逻辑。1、首先，国内3G月底投资额将出现大幅增长，将为行业增长带来保障；2、其次，全球复苏迹象已日趋明显，全球通信行业投资也将出现复苏，海外市场收入将会出现恢复性增长，特别是在北电、摩托罗拉市场份额进一步下降，将对国内设备供应商带来利好因素；3、FTTx有望在四季度启动，届时相关子行业将明显受益。以上这些都有可能成为通信设备行业的股价催化剂。

4. 相对估值比较

4.1 相对估值纵向比较

防御性充分体现，激进性未能有效挖掘。从通信设备行业股价走势来看，可以分成两个阶段，在大盘从2001年进入熊市以后，通信设备走势一直强于A股走势，即使在09年8月份的单月大幅暴跌过程中，仍表现出较强的防御性。而在A股06年进入牛市后，基本同步于A股的走势。且09年上半年大盘反弹过程中通信行业股价走势仍未能强于大市，而此次通信行业基本面已非06年的低迷时期可比，上半年投资者在担心海外市场的情况下，忽略了国内市场的增长潜力，而上半年通信行业的整体业绩情况也证明了国内市场的增长完全可以支撑行业的快速增长，且下半年投资增速将是上半年的一倍左右，而行业整体走势未能有效反映这一预期。从运营商的股价走势来看，不论是A股还是港股的三大运营商走势，在09年都弱于大市，设备行业的走势也未能强于大市。

图15：上半年通信设备行业收入增长情况

单位：%

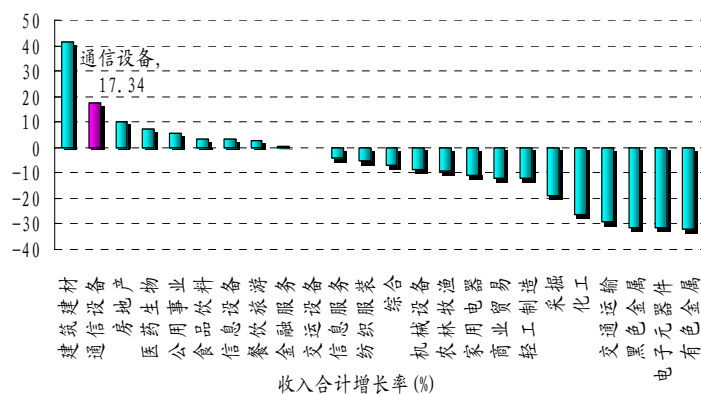
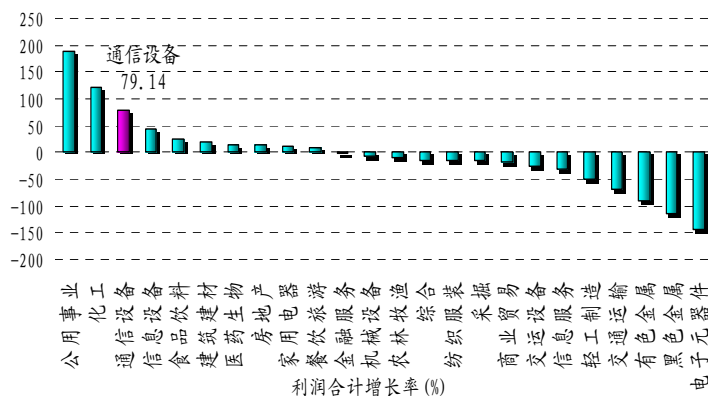


图16：上半年通信设备行业利润增长情况

单位：%

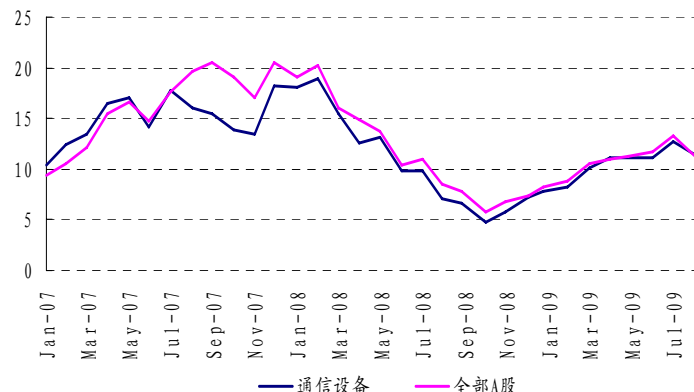
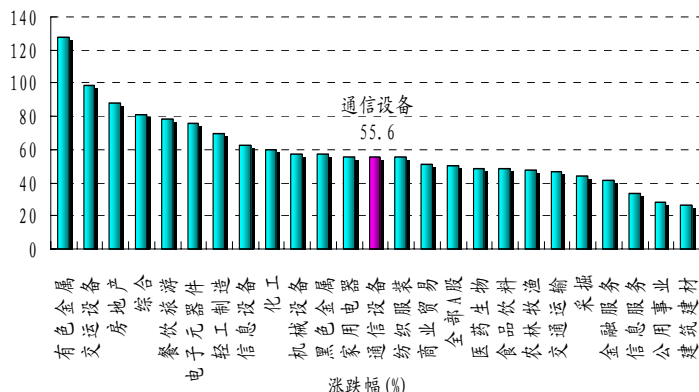


资料来源：WIND、中原证券研究所

资料来源：WIND、中原证券研究所

图17: 今年至今通信设备及各行业涨跌幅情况 单位: %

图18: 通信设备相对全部A股走势情况比较 单位: %



资料来源: WIND、中原证券研究所

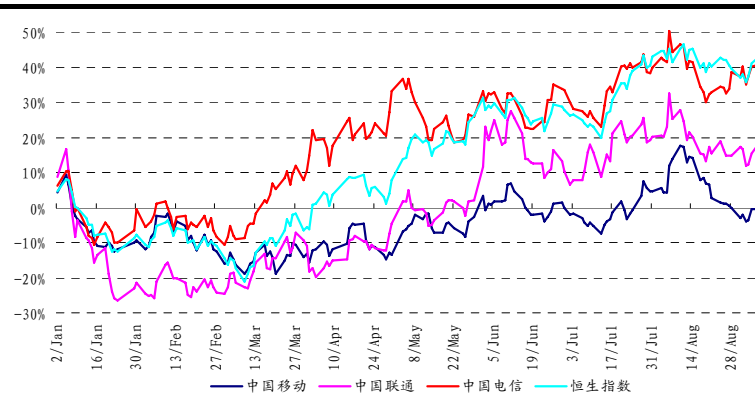
资料来源: WIND、中原证券研究所

图19: 中国联通A股和上证指数走势情况 单位: %

图20: 09年运营商港股及恒生指数走势情况 单位: %



资料来源: WIND、中原证券研究所

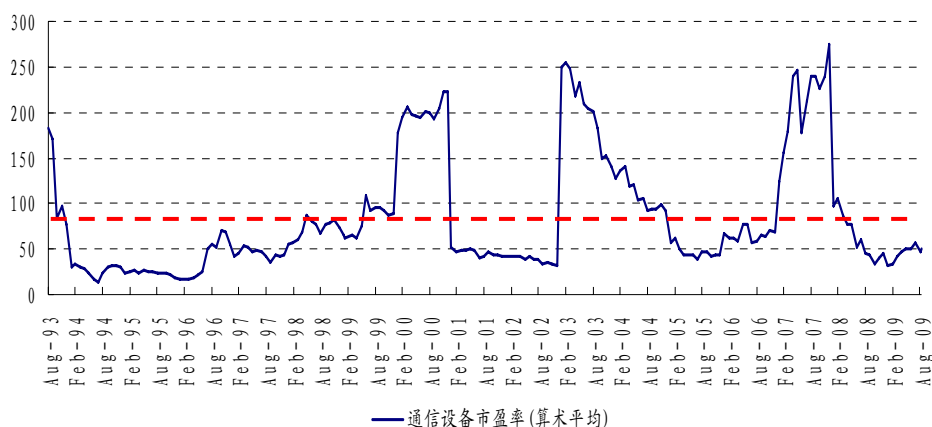


资料来源: Bloomberg、中原证券研究所

通信设备行业平均估值仍处于低估阶段。从市盈率角度看，93年以来通信行业平均市盈率大约在84倍左右，目前行业平均市盈率（算术平均）接近50倍，处于历史次低点，从历史市盈率来看处于低估阶段。和A股相对市盈率、市净率比较情况来看，虽然仍高于A股平均水平，但由于设备行业历史上市盈率一直高于A股，且使用的是08年静态市盈率，因此并未反映出行业09年的确定性增长趋势，因此行业估值略高于A股平均估值水平属于合理现象。

图 21: 93 年以来通信设备行业市盈率走势情况

单位: 倍



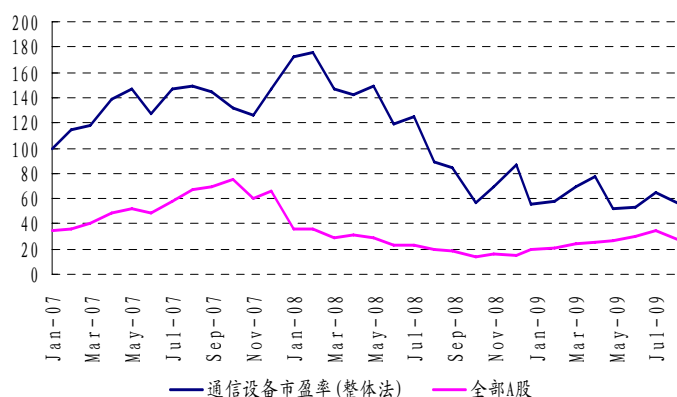
资料来源: WIND、中原证券研究所

图 22: 07 年至今通信设备行业市盈率情况

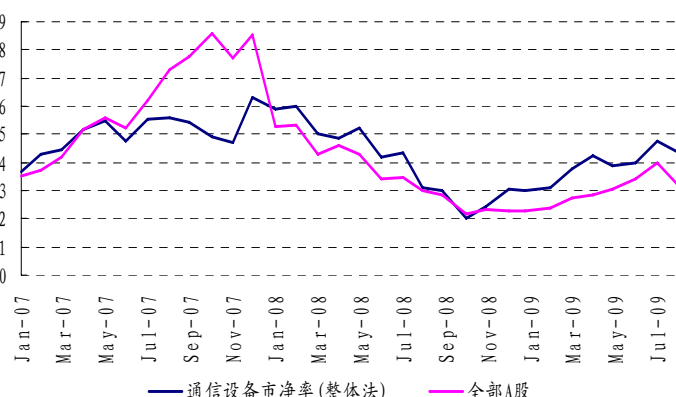
单位: 倍

图 23: 07 年至今通信设备行业市净率情况

单位: 倍



资料来源: WIND、中原证券研究所



资料来源: WIND、中原证券研究所

4.2 相对估值横向比较

设备供应商仍处于合理估值区间。目前重点公司 2009、2010 年平均市盈率为 21 倍、19 倍, 比较国际通信设备行业平均市盈率大概在 16 和 17 倍。但从国内和国际市场看, 我国通信设备企业正处于上升期, 而海外设备巨头分别受金融危机、重组、破产清算等因素的影响, 未来形式不明朗。因此国内设备商应享有更高的估值, 目前的通信设备行业估值仍处于合理水平。

运营商估值略高于合理区间。而国内运营商 2009、2010 年平均市盈率为 18 倍、17 倍, 比较国际通信运营商行业平均市盈率大概在 11 和 10 倍左右。且三大运营商仍处于 3G 建设初期, 未来竞争格局和盈利能力都将有所削弱, 因此从估值角度看, 目前运营商估值略高于合理价值。

表 6: 全球通信设备和运营商估值分析表

单位: 元/倍

公司名称	收盘价	09 年 EPS	10 年 EPS	09 年市盈率	10 年市盈率	市净率
诺基亚	11.20	0.63	0.88	17.83	12.79	2.89
爱立信	68.60	4.28	5.75	16.04	11.93	1.51
思科	21.84	1.31	1.51	16.66	14.47	3.26
摩托罗拉	6.23	-0.08	0.22	N/A	28.32	1.54
阿尔卡特朗讯	1.77	-0.17	0.10	N/A	17.52	0.91
平 均		1.19	1.69	16.85	17.00	2.02
中国移动	77.95	5.70	5.88	12.05	11.68	2.91
中国电信	4.08	0.19	0.22	19.12	16.34	1.36
中国联通 (HK)	11.00	0.48	0.39	20.19	25.11	1.13
中国联通	6.50	0.20	0.26	32.50	25.00	1.96
平 均		1.64	1.69	20.97	19.53	1.84
Verizon	29.83	2.54	2.69	11.76	11.10	2.02
英国电信 BT	88.30	0.14	0.15	6.22	5.85	47.86
AT&T	24.76	2.08	2.27	11.92	10.89	1.50
西班牙电信 TEF	14.84	1.68	1.83	8.82	8.10	3.75
沃达丰 VOD	121.45	0.15	0.15	8.21	7.89	0.83
意大利电信 TIT	1.00	0.10	0.11	9.80	9.34	0.73
SK 电讯	178000.00	18996.12	22022.90	8.13	7.22	1.20
KDDI	458000.00	49054.40	N/A	7.49	7.07	1.11
法国电信 FTE	16.87	1.94	1.97	8.71	8.56	1.59
德国电信 DTE	8.35	0.74	0.76	11.27	10.93	0.93
KTF	36750.00	2764.54	3233.59	10.62	9.45	0.84
NTT DoCoMo	142300.00	9404.90	N/A	11.80	11.48	1.37
平 均		6685.78	2526.64	9.56	8.99	5.31

数据来源: Bloomberg、中原证券研究所

注: 股价为 09 年 9 月 8 日收盘价

表 7: 重点公司估值分析表

单位: 元/倍

公司名称	每股收益				每股净资产	收盘价	市盈率			市净率		投资评级
	08A	1H09	09E	10E			1H09	08A	09E	10E	1H09	
中国联通	0.93	0.10	0.20	0.26	3.31	6.60	7.19	33.45	25.73	2.02	增持	
中兴通讯	1.24	0.43	1.37	1.69	8.06	36.92	29.42	26.63	21.59	4.53	增持	
亨通光电	0.64	0.40	0.98	1.16	7.07	21.97	36.02	23.52	19.87	3.26	增持	
烽火通信	0.43	0.35	0.60	0.79	6.20	21.27	52.33	37.50	28.48	3.63	增持	
中天科技	0.54	0.52	0.90	1.08	4.52	19.65	39.24	23.54	19.62	4.69	增持	
武汉凡谷	0.77	0.24	0.76	0.90	3.42	16.17	20.55	20.82	17.58	4.63	增持	
鹏博士	0.27	0.11	0.35	0.48	1.56	8.55	32.56	25.11	18.31	5.63	增持	
中创信测	0.42	0.06	0.52	0.75	2.74	14.19	33.95	27.42	19.01	5.20	增持	
东信和平	0.27	0.14	0.35	0.43	3.22	9.81	36.48	28.14	22.91	3.06	增持	
三维通信	0.47	0.25	0.62	0.78	3.16	18.39	37.94	28.76	22.86	5.64	增持	
拓维信息	0.98	0.38	0.87	1.10	5.08	28.94	29.62	33.37	26.39	5.71	增持	
平均	0.63	0.27	0.68	0.86	4.39	18.68	32.30	28.02	22.03	4.36		

数据来源: WIND、中原证券研究所

注: 股价为09年9月11日收盘价

5. 行业风险提示

5.1 运营商

运营商竞争加剧将是未来的趋势; 3G用户增长较预期有较大差距; 手机补贴、营销成本等将削弱运营商盈利能力。

5.2 设备供应商

上游强势运营商经营困难, 将导致设备行业竞争更趋激烈, 行业话语权也可能进一步降低; 海外市场复苏仍存在较大不确定性; 竞争加剧将使毛利率继续下滑。

6. 重点上市公司

中兴通讯 (000063): 国内增长无忧, 海外逐步复苏

增持 (维持)

估值区间: 37 - 43 元

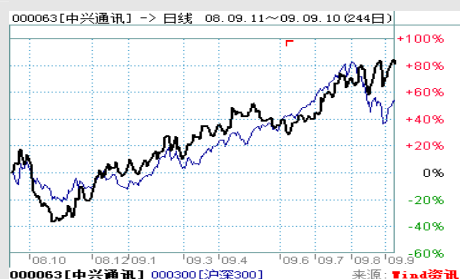
市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	36.48
一年内最高/最低 (元)	40.30/25.41
沪深300 指数	2989.79
市净率 (倍)	4.53
流通市值 (亿元)	535.27

基础数据 (2009 年 08 月 31 日)

每股净资产 (元)	8.06
每股经营现金流 (元)	-0.64
毛利率 (%)	60.05
净资产收益率 (%)	5.31
资产负债率 (%)	74.68
总股本/流通股 (万股)	183133/146730
H 股 (万股)	291474.89

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

中兴通讯 (000063) 中报点评: 09 年 8 月 20 日

中兴通讯 (000063) 年报点评: 09 年 3 月 20 日
中兴通讯: 上半年增速放缓、四季度进入业绩释放期 08 年 8 月 21 日

报告关键要素:

国内爆发式增长; 海外市场有望近期复苏; 公司直接受益投资增长; 国内 3G 市场份额奠定领先地位。

投资要点:

- **业绩稳定增长打消市场忧虑。**上半年公司完成营业收入 277 亿元, 同比增长 40%; 净利润为 7.8 亿元, 同比增长 40%; 每股收益 0.45 元。国内业务的强劲增长弥补了海外市场的不利影响, 在全球设备市场衰退的情况下, 市场一直较为担忧海外市场的影响, 公司半年报取得了逆市增长, 打消了市场的忧虑情绪。
- **上半年国内市场强劲增长。**上半年公司国内业务收入达 149.5 亿元, 同比增长 111.71%。其中, 运营商网络是公司最大亮点。公司在国内三大制式 3G 招标中 TD、CDMA 都列第一位, 基本确立了国内 3G 龙头地位。
- **海外有望在四季度后复苏。**从上半年海外业务同比仅增长 0.7%, 海外业务收入占比也由 64% 下降到 46%。未来全球经济企稳, 加上国内金融体系的支撑将使公司在全球设备行业最先复苏。
- **维持“增持”评级。**未来国内市场仍将保持快速增长, 且海外市场正处于企稳阶段。一旦海外市场复苏, 公司将进入两翼齐飞的良性循环, 未来随着公司收入增长, 规模优势和成本优势会更趋突出。预计公司 2009 - 2010 年 EPS 分别为 1.37 元和 1.69 元, 动态市盈率分别为 26 倍和 21 倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 海外市场复苏进程有待验证; 汇率大幅波动, 增加汇兑损失风险; 国内 3G 投资跨度及市场竞争激烈, 将影响公司国内业务。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	347.77	442.93	553.66	645.81
增长比率 (%)	49.81	27.36	24.99	16.64
净利润 (亿元)	12.52	16.60	23.14	27.57
增长比率 (%)	63.26	32.59	39.40	19.15
每股收益 (元)	0.71	0.94	1.37	1.69
市盈率 (倍)	51.38	29.42	26.63	21.59

武汉凡谷 (002194) : 3G 需求成为主要增长动力

增持 (维持)

估值区间: 18 - 22 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	15.82
一年内最高/最低 (元)	27.01/13.17
沪深 300 指数	2989.79
市净率 (倍)	4.63
流通市值 (亿元)	22.29

基础数据 (2009 年 08 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.41
每股经营现金流 (元)	0.91
毛利率 (%)	26.89
净资产收益率 (%)	7.12
资产负债率 (%)	19.01
总股本/流通股 (万股)	55588/14089
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

武汉凡谷 (002194): 全球第四大射频器件生产企业... 07 年 12 月 5 日

报告关键要素:

09 年国内市场需求强劲增长; 专业研发和一体化制造打造公司竞争优势; 完善业务布局, 实现稳定增长。

投资要点:

- **业绩稳健增长。**上半年完成营业收入为 7.04 亿元, 同比增长 19.76%; 净利润为 1.35 亿元, 同比增长 20.65%, 每股收益 0.24 元。
- **国内市场强劲增长。**上半年国内销售增长 58%, 两项高毛利率业务滤波器和双工器收入呈现较大幅度增长, 滤波器、双工器收入分别同比增长 216% 和 42.97%, 双工器占收入的比重从 52% 提高到 62%, 毛利率还上升了 2.52%。但整体来看行业竞争加剧, 整体毛利率同比下降了 2 个百分点。由于下半年基站建设仍处于高峰期, 公司射频器件需求仍将保持较快增长。
- **海外业务受较大影响, 期待逐步复苏。**上半年公司境外收入同比减少 56.46%, 但整体占比仅 12% 左右, 对业绩影响有限。未来随着海外市场恢复, 境外收入可能成为公司新的亮点。
- **维持“增持”评级。**由于上半年业绩增速低于预期, 以及公司推迟了募投项目的完工时间, 我们下调了公司的盈利预测, 预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.69、0.82 元, 对应市盈率分别为 21、17 倍, 维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 对公司毛利率有一定影响; 目前公司策略较为稳健, 不利于公司在激进市场开拓。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	10.32	14.09	17.09	21.59
增长比率 (%)	26.22	36.56	21.30	26.32
净利润 (亿元)	2.29	3.28	3.83	4.56
增长比率 (%)	45.69	43.68	16.94	19.01
每股收益 (元)	0.41	0.59	0.69	0.82
市盈率 (倍)	38.58	20.55	20.82	17.58

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。